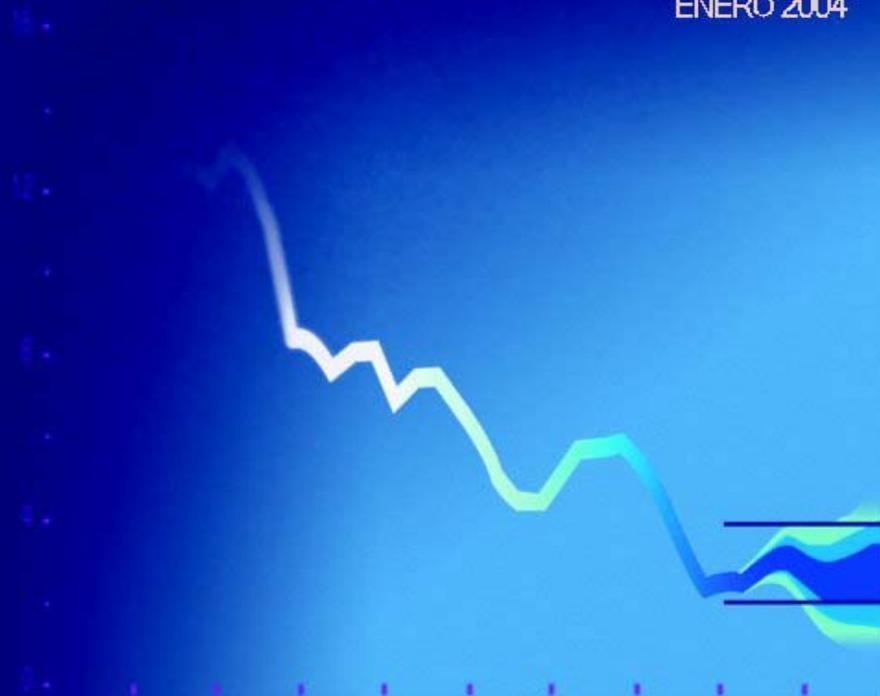


INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

ENERO 2004



BANCO CENTRAL DE CHILE

TEMAS

- I. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO INTERNACIONAL
- II. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO INTERNO
- III. PERSPECTIVAS DE ACTIVIDAD E INFLACIÓN
- IV. ESCENARIOS DE RIESGO
- V. RESUMEN Y CONCLUSIONES

I. Evolución Reciente del Escenario Internacional

Escenario Internacional

- Desde el último informe la situación de la economía mundial ha mejorado:
 - EE.UU. está en franca expansión;
 - Asia emergente, empujado por China y la India, acelera su crecimiento;
 - Japón se beneficia del dinamismo de EE.UU. y de Asia emergente;
 - Europa continúa enfrentando grandes desafíos, pero igualmente se beneficiará de la recuperación mundial;
 - América Latina comienza a recuperarse.

Crecimiento Mundial

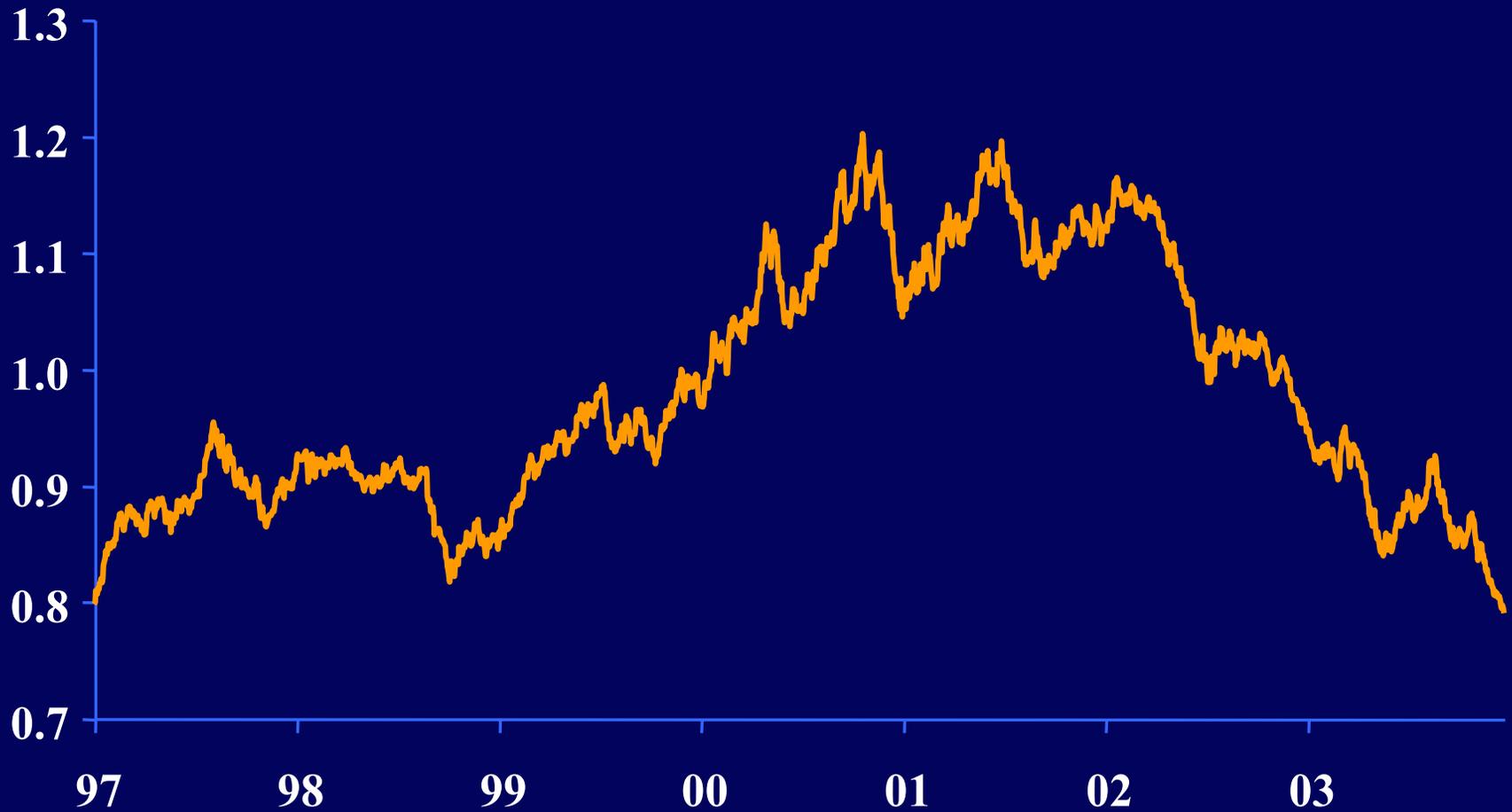
(%)

	Promedio 1990-1999	2002	2003 (f)		2004 (f)		2005 (f)	
			Sep-03	Ene-04	Sep-03	Ene-04	Sep-03	Ene-04
Mundial	3.3	2.6	3.0 	3.4	3.9 	4.5	3.9 =	3.9
Estados Unidos	3.0	2.2	2.4 	3.1	3.5 	4.6	3.4 	3.5
Europa	2.0	1.0	0.9 =	0.9	2.3 	2.4	2.5 	2.3
Japón	1.7	-0.3	2.0 	2.2	1.7 	2.2	1.5 	0.9
Resto de Asia	7.9	6.7	6.1 	6.6	6.6 	7.2	6.4 =	6.4
América Latina	2.8	-0.7	1.1 =	1.1	3.8 	3.9	3.7 	3.8
Socios Comerc.	3.0	2.0	2.3 	2.6	3.6 	4.0	3.5 	3.4

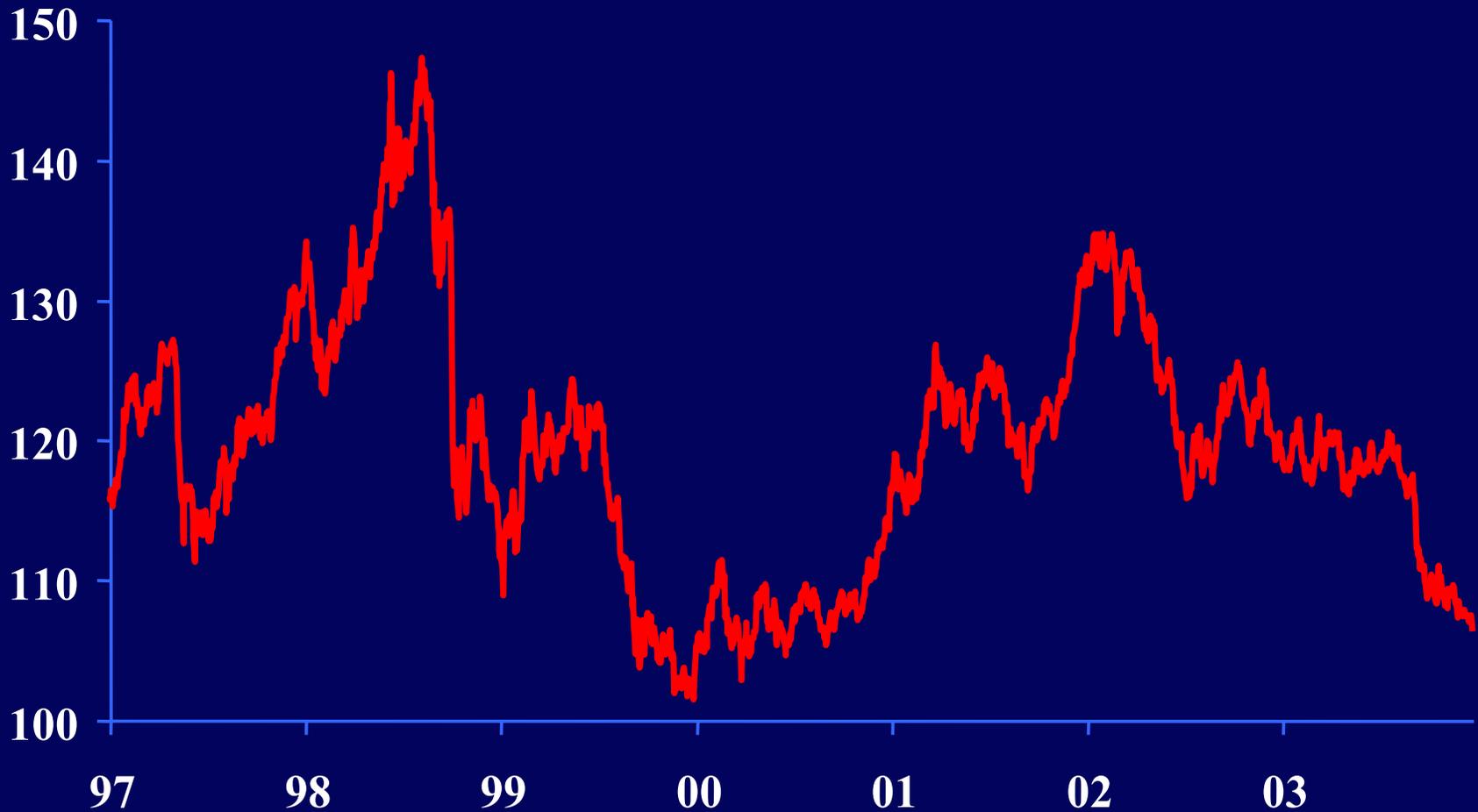
Escenario Internacional

- La recuperación de EE.UU. es promovida por políticas monetaria y fiscal expansivas.
- Sin embargo, la combinación de altos déficit fiscales y de cuenta corriente tensiona las paridades entre las principales monedas y crea riesgos.

Tipo de Cambio Euro/Dólar



Tipo de Cambio Yen/Dólar



Paridades Cambiarias: Variación Acumulada

(en % respecto del dólar de EE.UU. al cierre del 13 enero 2004)

	Dic. 00	Dic. 01	Dic. 02	Dic. 03
Argentina	186.7	186.3	-14.8	-2.6
Brasil	44.1	21.6	-20.6	-2.8
México	13.0	18.8	4.9	-3.2
Chile	-1.2	-14.2	-21.2	-4.3
Japón	-7.1	-19.3	-10.6	-0.7
Australia	-28.1	-34.5	-27.8	-3.4
N. Zelanda	-34.9	-38.9	-23.1	-3.6
Sudáfrica	-9.0	-42.4	-19.6	2.8
Canadá	-15.2	-20.2	-19.1	-1.7
Suecia	-23.8	-31.6	-17.4	-0.2
Zona Euro	-26.0	-30.2	-17.7	-1.1

Escenario Internacional

- Mejor escenario externo y depreciación del dólar en mercados internacionales llevan a un fuerte aumento en precio del cobre.
- Precios de otras materias primas de exportación también mejoran.
- Sin embargo, la baja esperada en el precio del petróleo se reduce en magnitud.

Proyecciones de Precio del Cobre

(centavos de dólar por libra en la Bolsa de Metales de Londres, promedios)

	2003	2004(f)	2005(f)
Banco Central	80.7	100.0	102.0
Cochilco	-	92-96	-
Goldman Sachs	-	101.0	112.0
JPMorgan Chase	-	92.0	100.0
Deutsche Bank	-	100.0	106.0
Merrill Lynch	-	94.0	96.0
Scotiabank	-	105.0	110-115
Futuros (1)	-	96.8	95.6

(1) Considera promedio de los últimos 30 días al 5 enero 2004

(f) Proyecciones

La proyección de la comisión de expertos es un precio de largo plazo de 88.0 para el 2004.

Proyecciones de Precio del Petróleo Brent

(US\$ por barril, promedio)

	2003	2004(f)	2005(f)
Banco Central	28.9	27.0	24.0
JP Morgan Chase	-	24.6	21.2
Goldman Sachs	-	23.5	-
Deutsche Bank	-	23.0	21.0
Futuros	-	27.7	25.5

Las proyecciones de Septiembre 2003 eran:

US\$28.5 el 2003, US\$26 para el 2004 y US\$23 para el 2005.

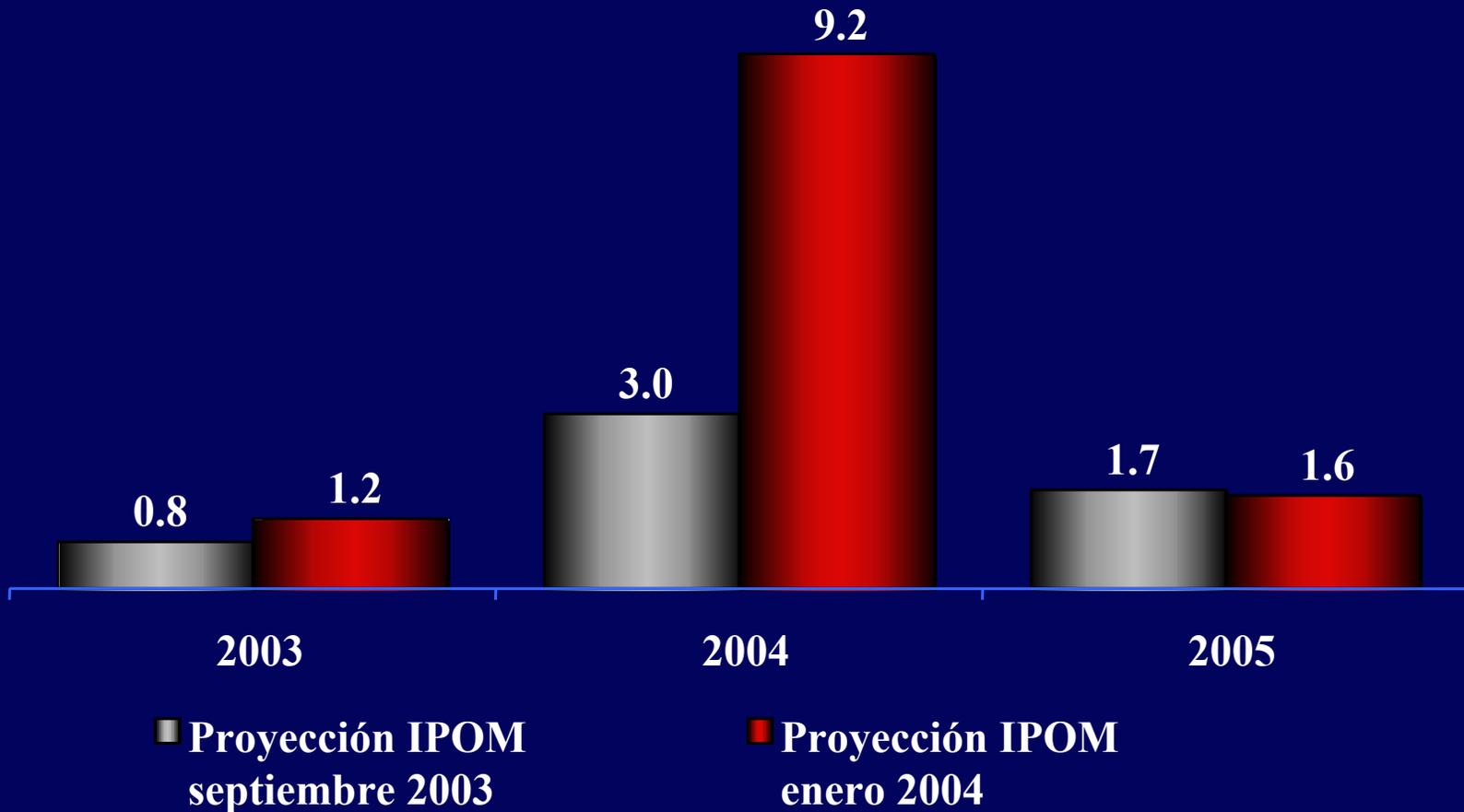
(f) Proyecciones

Escenario Internacional

- Estos antecedentes permiten anticipar un repunte de los términos de intercambio desde 1,2% anual promedio en el 2003, a 9,2% el 2004 y a 1,6% el 2005.

Términos de Intercambio

(% variación anual)



Escenario Internacional

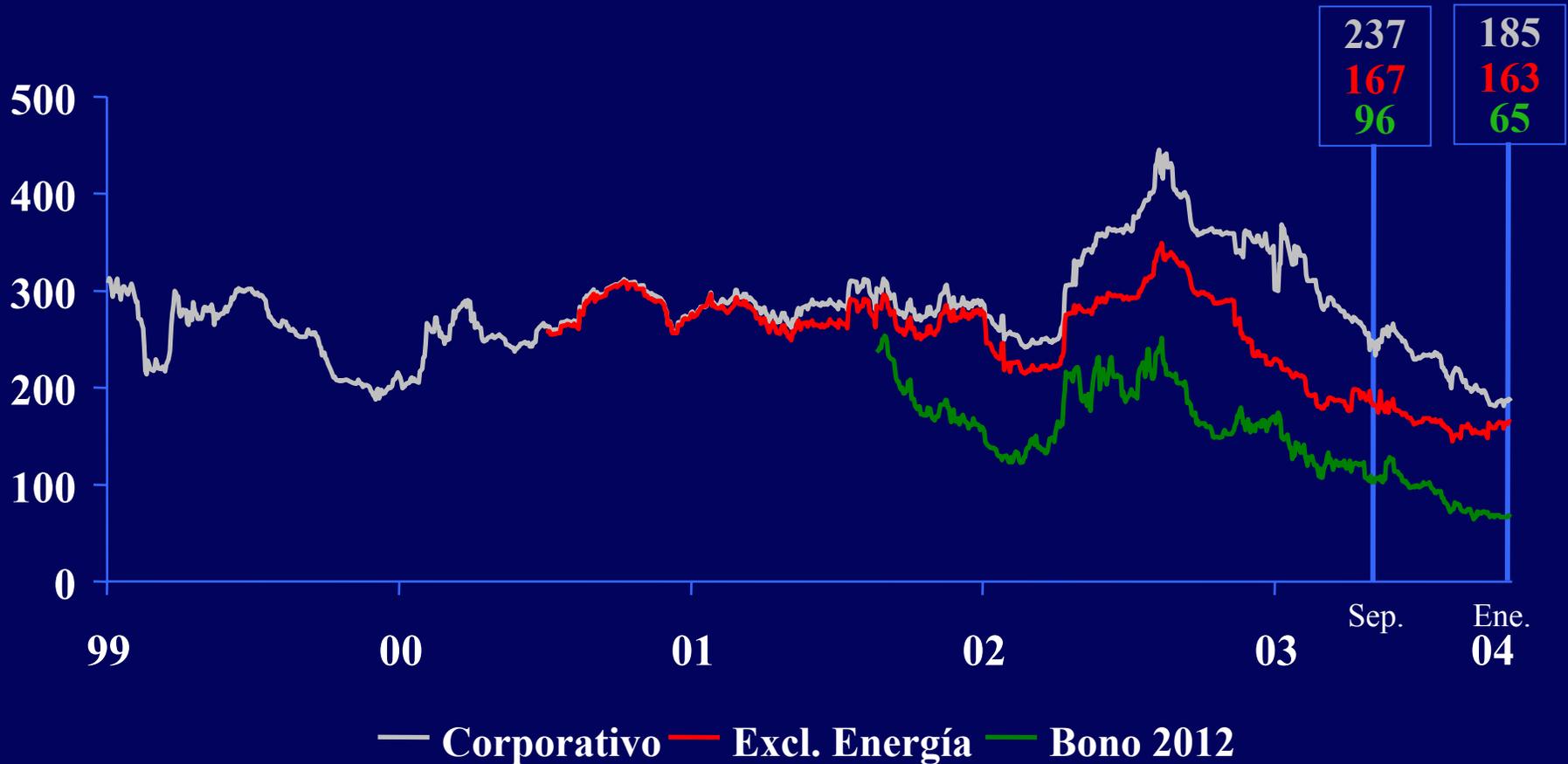
- Las condiciones financieras para los países emergentes continúan mejorando, con bajas en primas por riesgo y mayores flujos de capitales.

Rendimiento Bonos de Gobierno a 10 Años (%)



Diferencial Tasas de Bonos Chilenos

(Puntos base)



Spread Bonos Alto Rendimiento

(EEUU-EMBI+, Puntos base)



Escenario Externo Base: Resumen

	2001	2002	2003(p)	2004(f)	2005(f)
(variación porcentual anual)					
Términos de intercambio	-3.8	1.3	1.2	9.2	1.6
PIB socios comerciales	1.4	2.0	2.6	4.0	3.4
Precios externos (en US\$)	-2.0	-4.1	10.5	6.6	2.6
(niveles)					
Precio del cobre BML (US cent/lb)	71.7	70.8	80.7	100.0	102.0
Precio petróleo <i>Brent</i> (US\$/barril)	24.4	24.9	28.9	27.0	24.0
Libor US\$ (Nominal, 90 días)	3.8	2.0	1.2	1.5	3.3

(p) Preliminar

(f) Proyección

II. Evolución Reciente del Escenario Interno

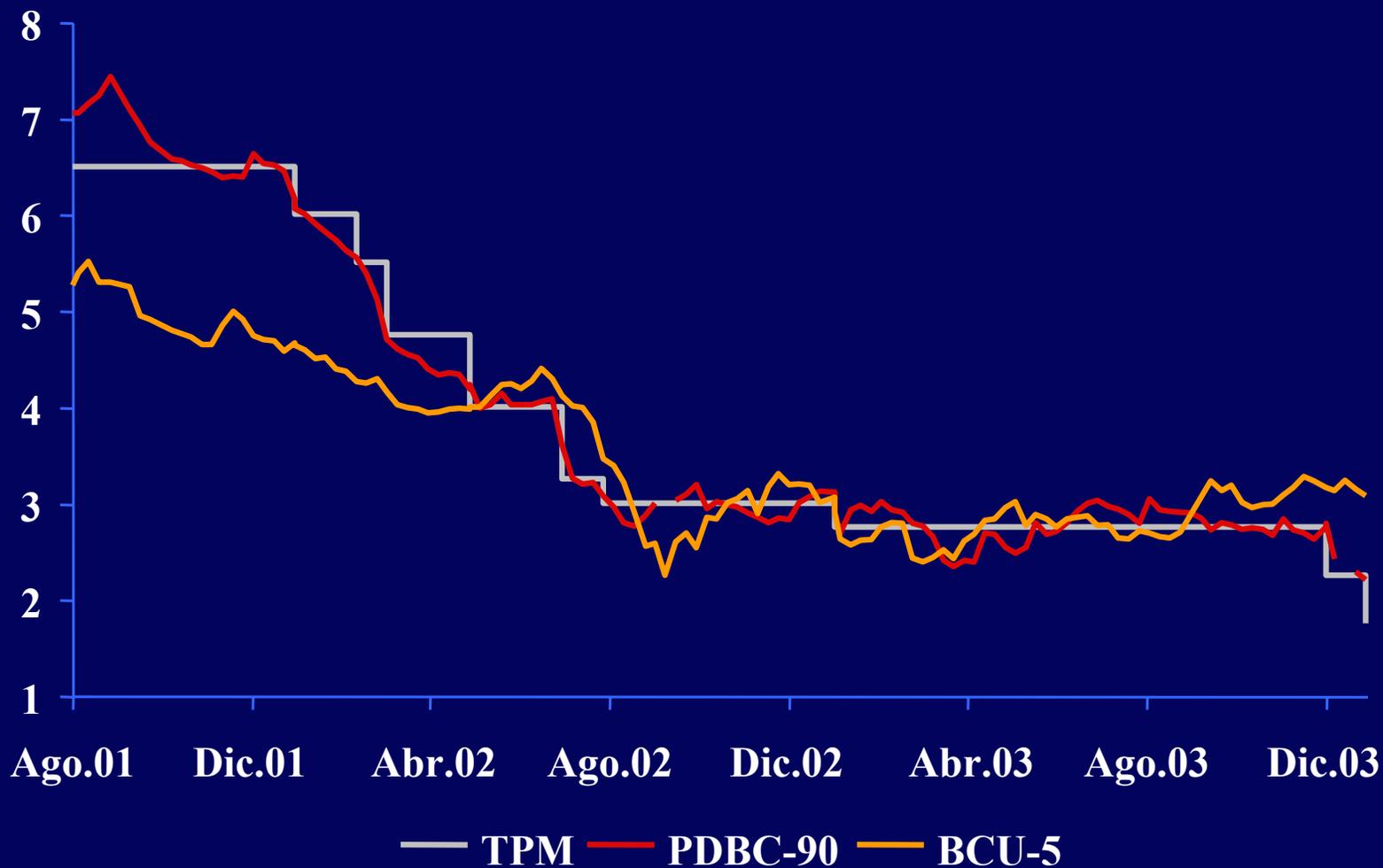
MERCADOS FINANCIEROS

Mercados Financieros

- Desde el último informe las condiciones monetarias y crediticias han seguido siendo expansivas:
 - Con trayectoria de variaciones de precios por debajo de lo previsto, el *Consejo* redujo la TPM en un punto porcentual desde el último Informe.
 - Desde septiembre 2003, las tasas de interés de los instrumentos nominales de mediano plazo del BCCh han bajado entre 160 y 200 pb.
 - Tasas de instrumentos reajustables han mostrado volatilidad y leve alza que refleja mejores perspectivas.

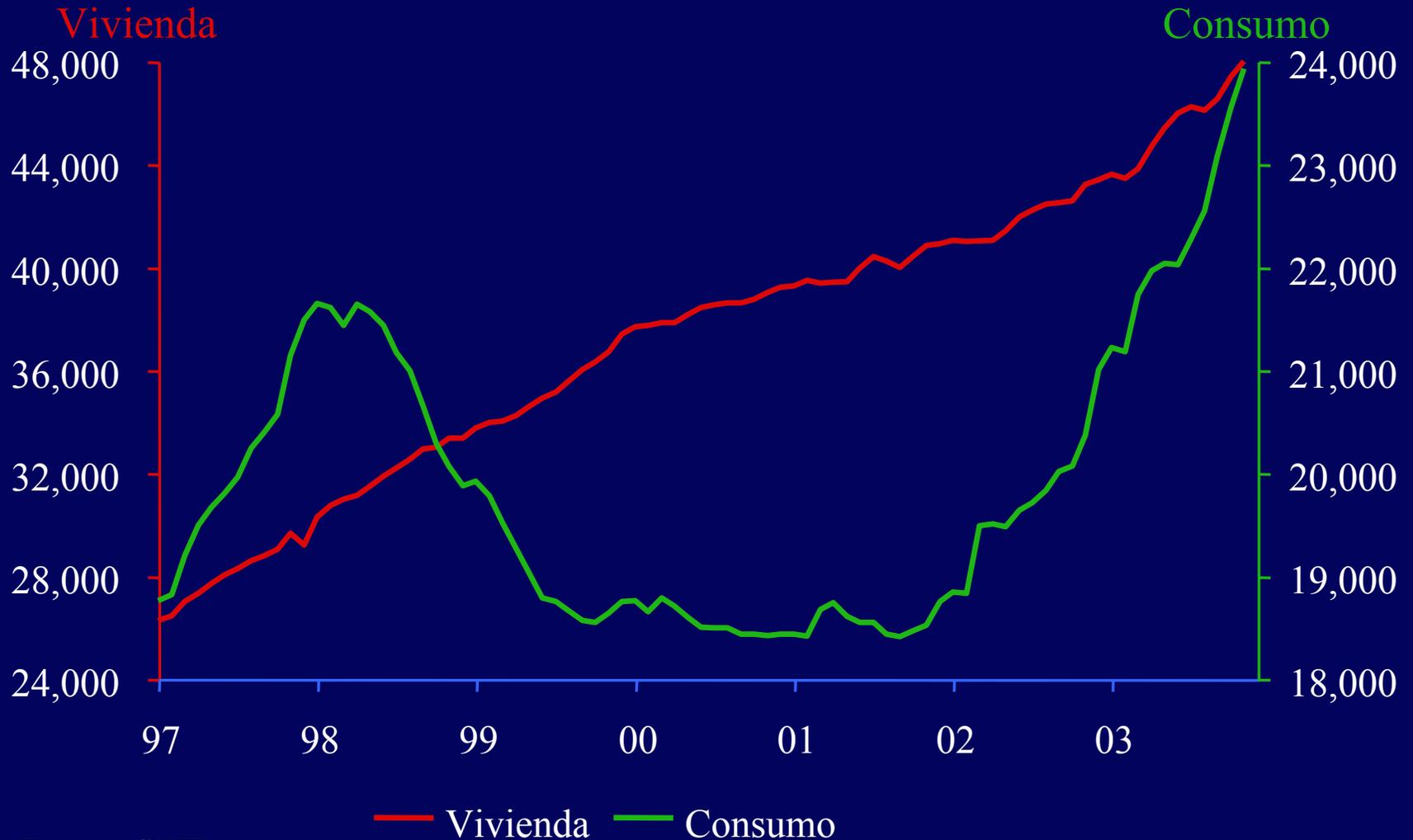
TPM y Tasas de Interés del Banco Central

(promedios semanales, %)



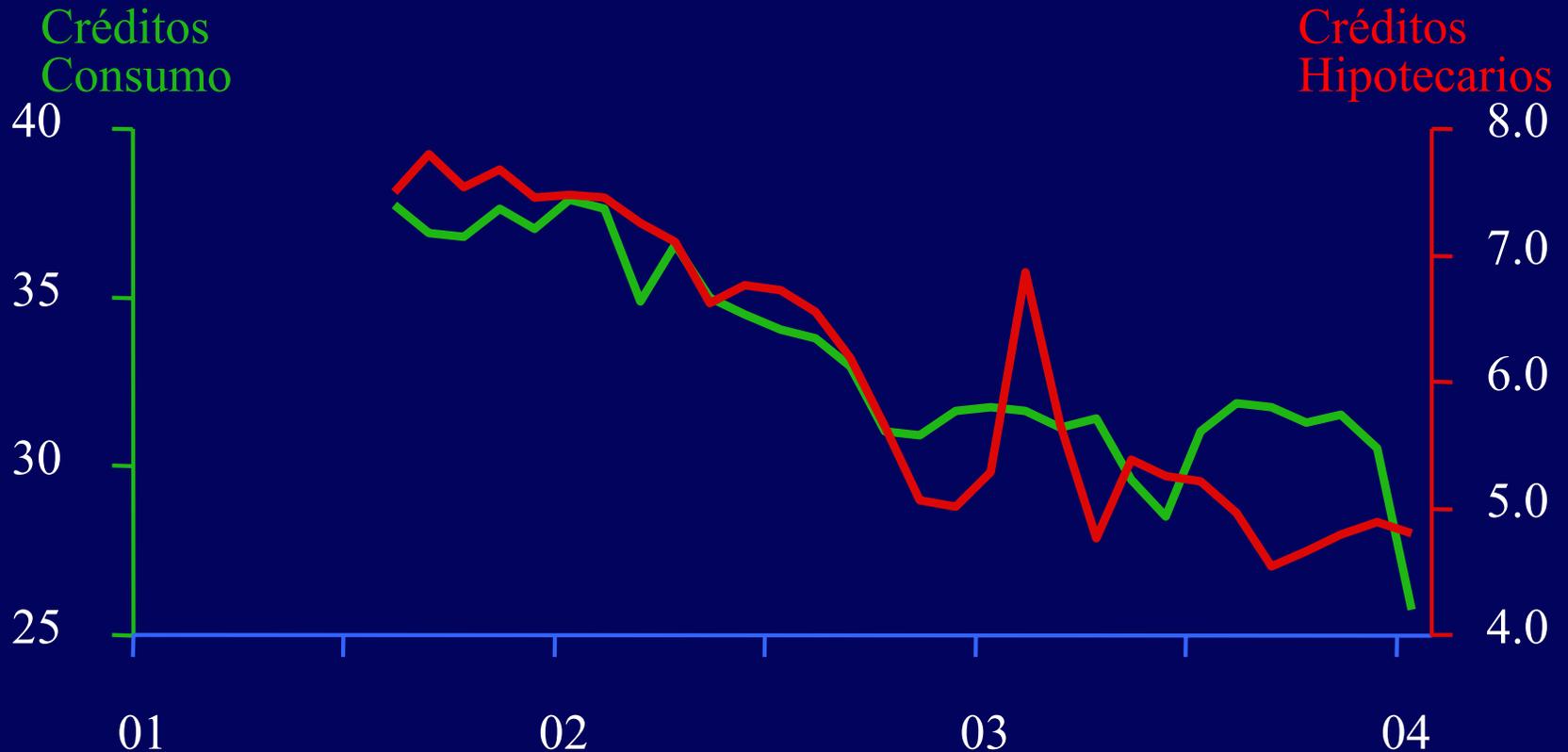
Crédito a Personas

(Millones de pesos de 1996)



Fuente: SBIF

Tasas de Colocaciones



— Créditos Consumo

— Créditos Hipotecarios

Mercados Financieros

- Desde septiembre el dólar se ha debilitado en forma significativa con respecto al peso.
- Detrás de esta apreciación del peso subyacen diversos factores:
 - La fuerte depreciación del dólar en los mercados internacionales;
 - Una serie de shocks reales favorables que afectan el tipo de cambio real:
 - Repunte de precios de productos primarios (cobre y otros);
 - Mayor confianza de los mercados sobre la estabilidad de Brasil;
 - Mejores condiciones financieras internacionales;
 - Mejores perspectivas de crecimiento.

Mercados Financieros

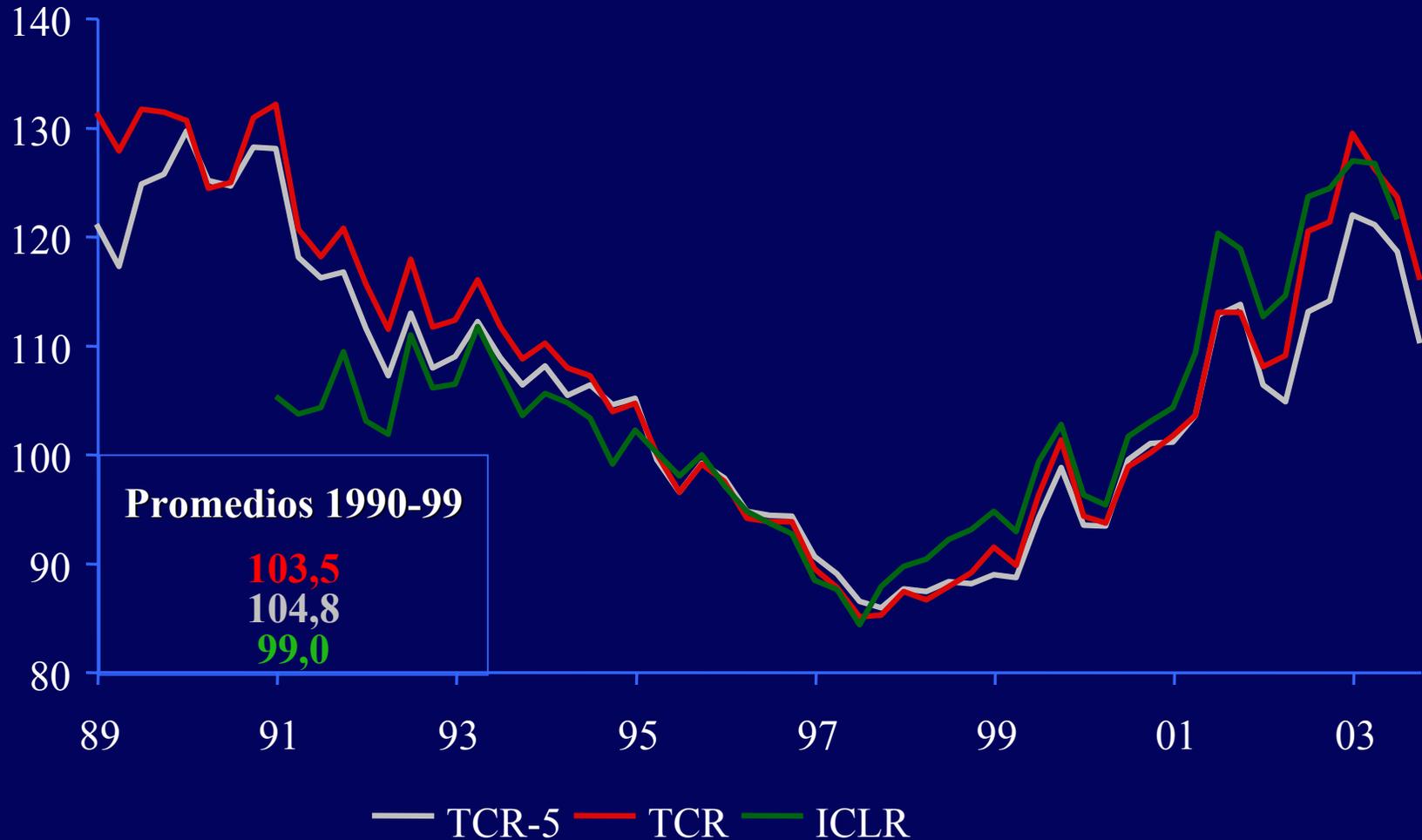
- Durante estos años la flotación ha jugado un rol clave para absorber los cambios en el entorno financiero y real que ha enfrentado la economía chilena.
 - Esto ha sido posible gracias al marco de políticas macro vigente.
- La flexibilidad cambiaria aumenta la efectividad de la política monetaria, permitiendo disminuir el impacto de los shocks externos sobre actividad e inflación.

Mercados Financieros

- La caída en el tipo de cambio real se debe principalmente a factores reales y no financieros.
- Cabe mencionar que mientras la política fiscal vigente tiende a estabilizar el TCR, la política monetaria no puede alterarlo de manera sostenida.

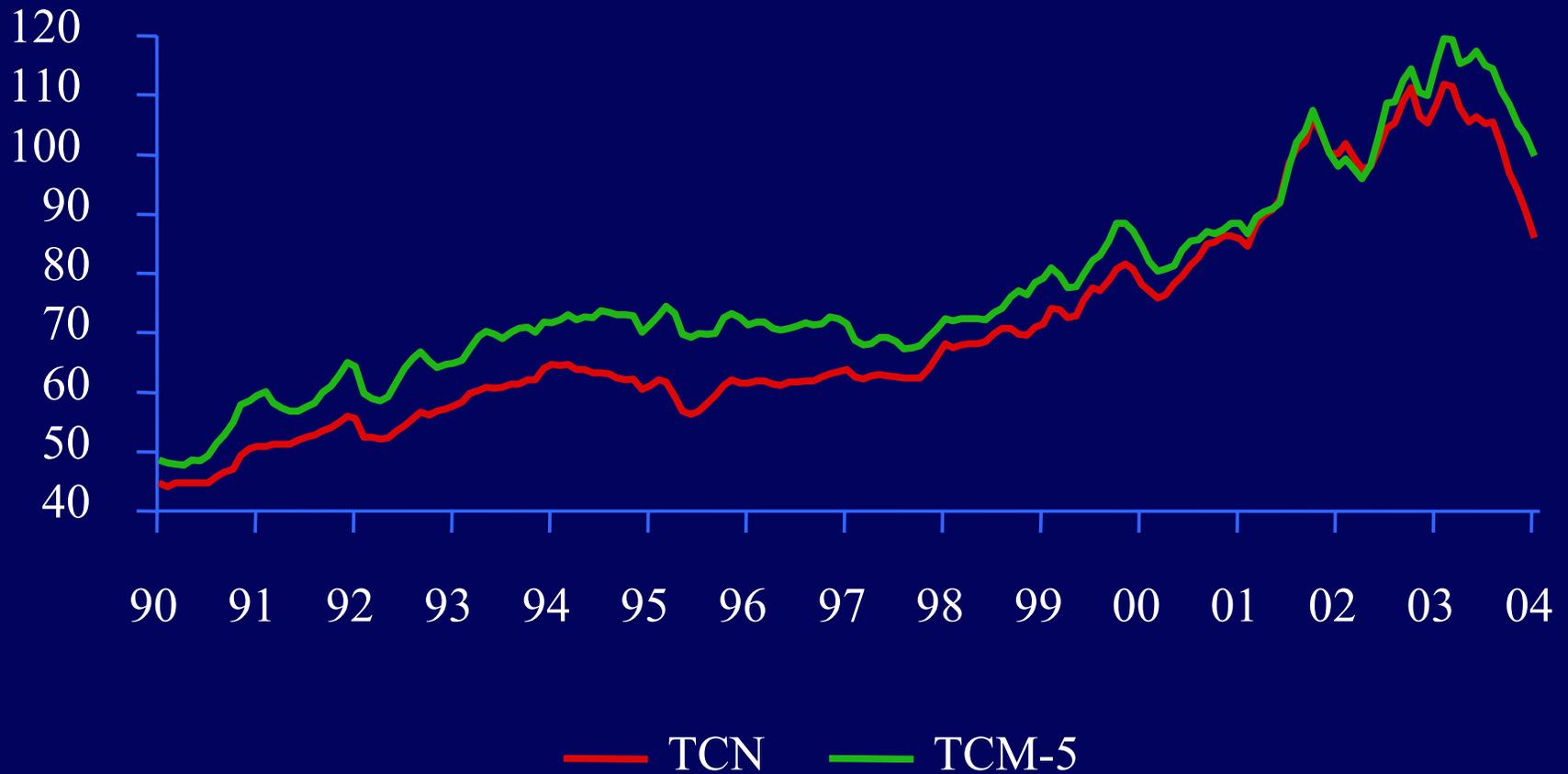
Índice de Tipo de Cambio Real

(promedio 1995=100)



Tipo de Cambio Nominal

(Diciembre 2001=100)



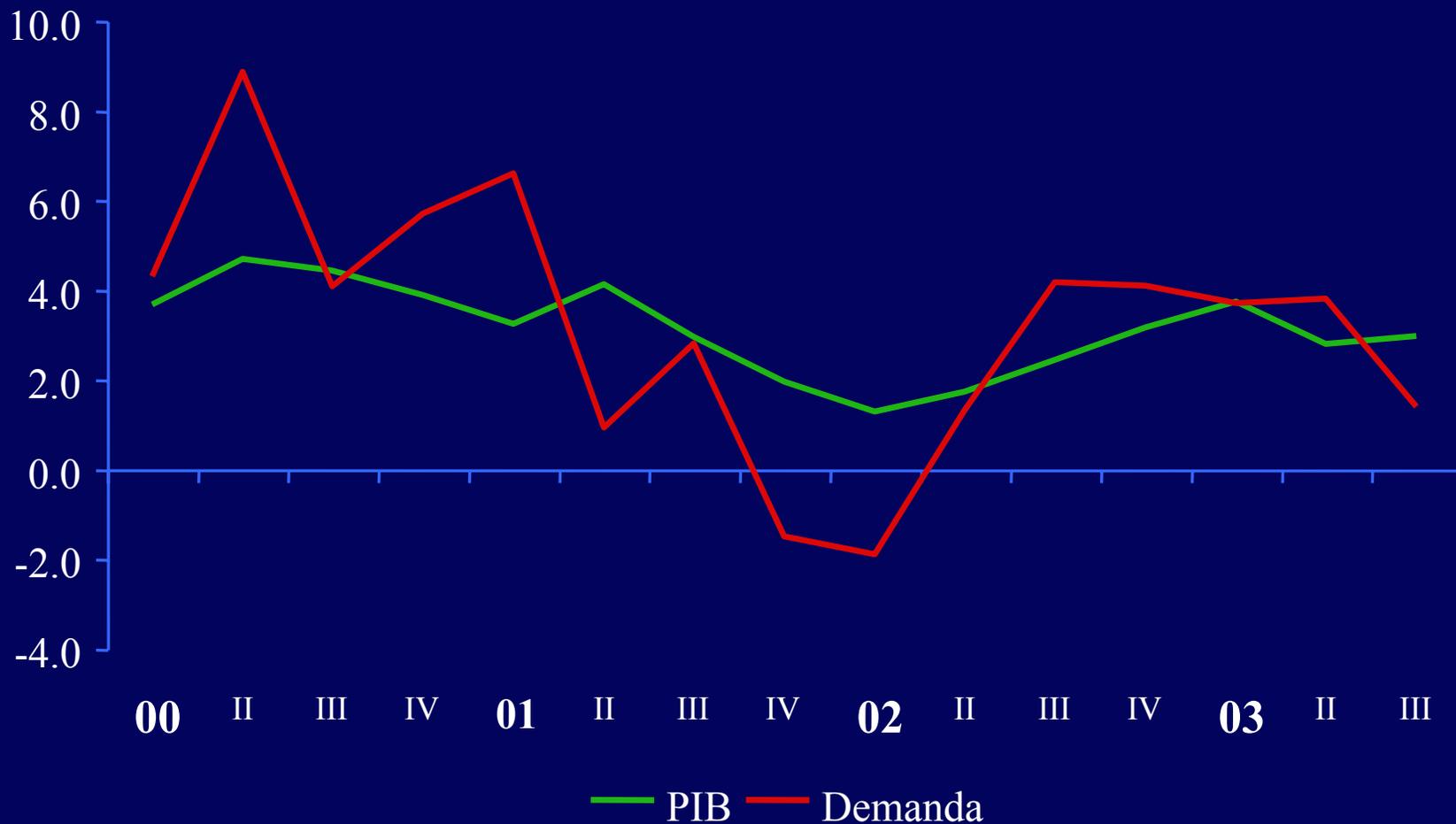
ACTIVIDAD

Actividad

- El crecimiento del PIB tomó un mayor dinamismo en los últimos dos trimestres y se estima que terminó en 3,2% para el año.
- Después de un tercer trimestre débil, se estima que la demanda interna creció en el cuarto trimestre cerca de 6%.
- Los volúmenes exportados retomaron dinamismo en el segundo semestre, cerrando el año con un crecimiento de 6,5%.

PIB y Demanda Interna

(Tasas de crecimiento en 4 trimestres)



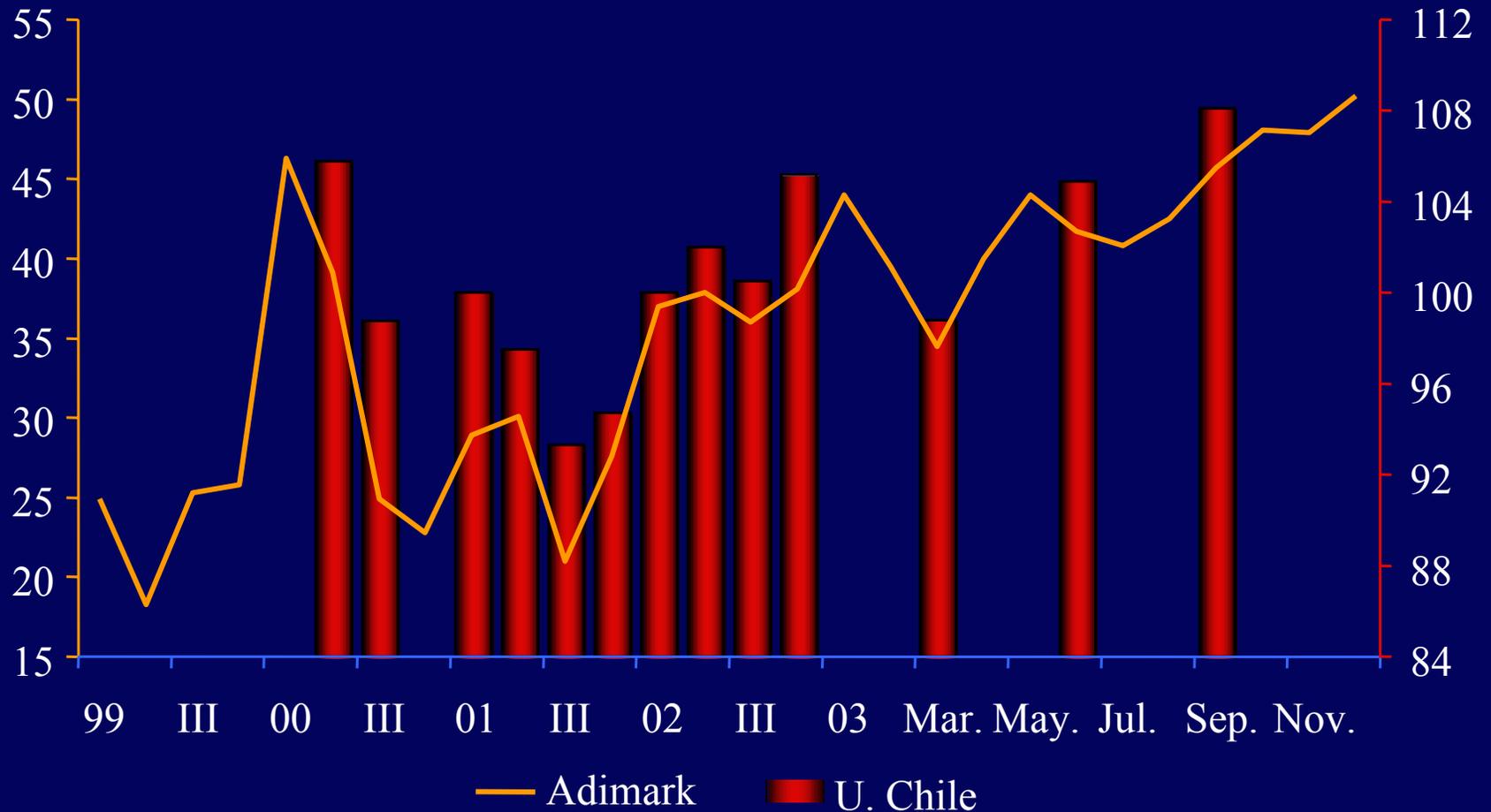
Actividad

- Mayor confianza de los consumidores (nivel más alto desde 1998), aumento del empleo y menores tasas de interés han impulsado el consumo.
- Recuperación que se inició con los durables se extiende, a partir del tercer trimestre, a los no-durables.
- Aunque la inversión sigue débil, se espera una importante recuperación de ésta en los próximos trimestres.

Índice de Confianza del Consumidor

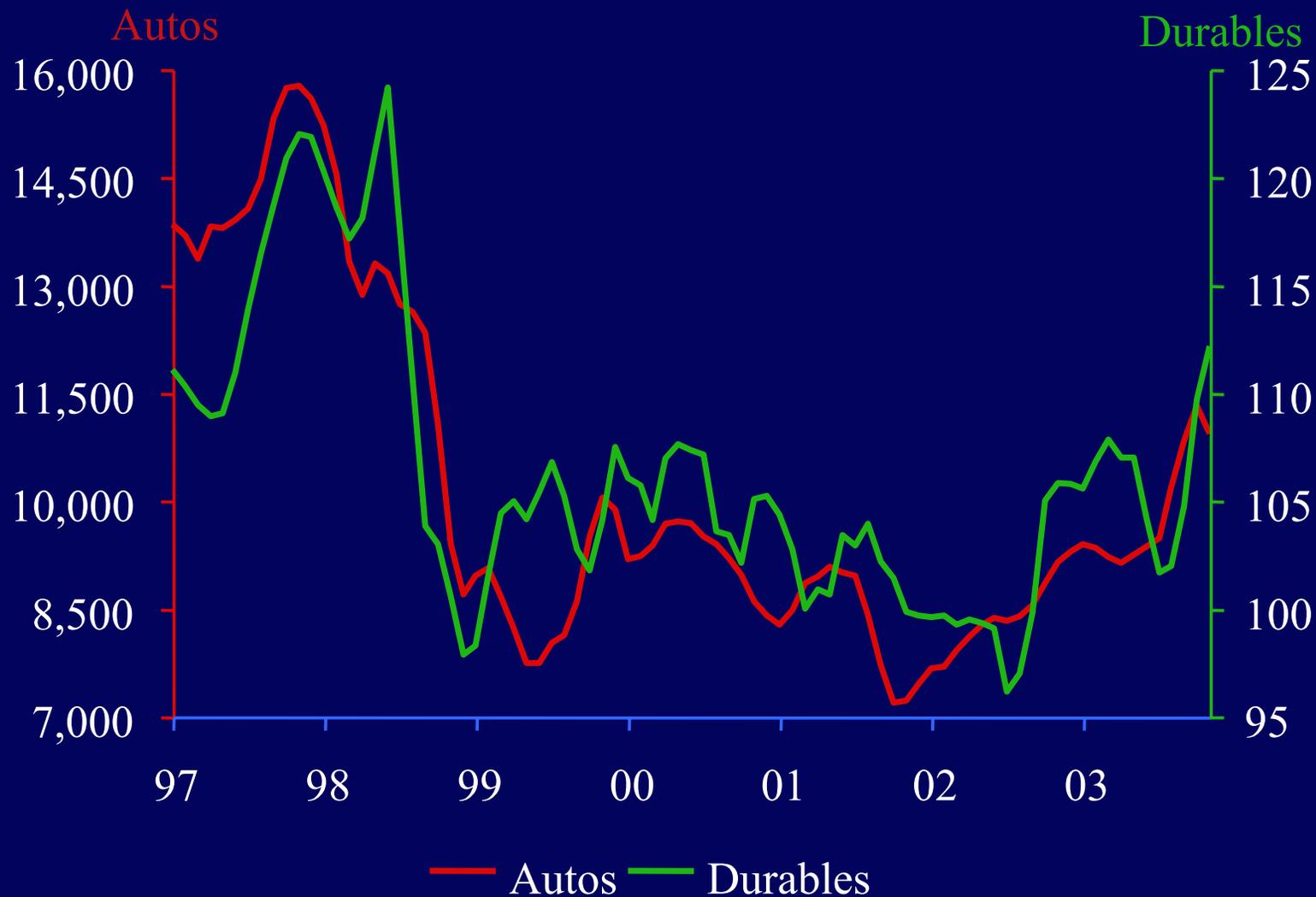
Adimark

U. Chile



Gasto en Bienes Durables

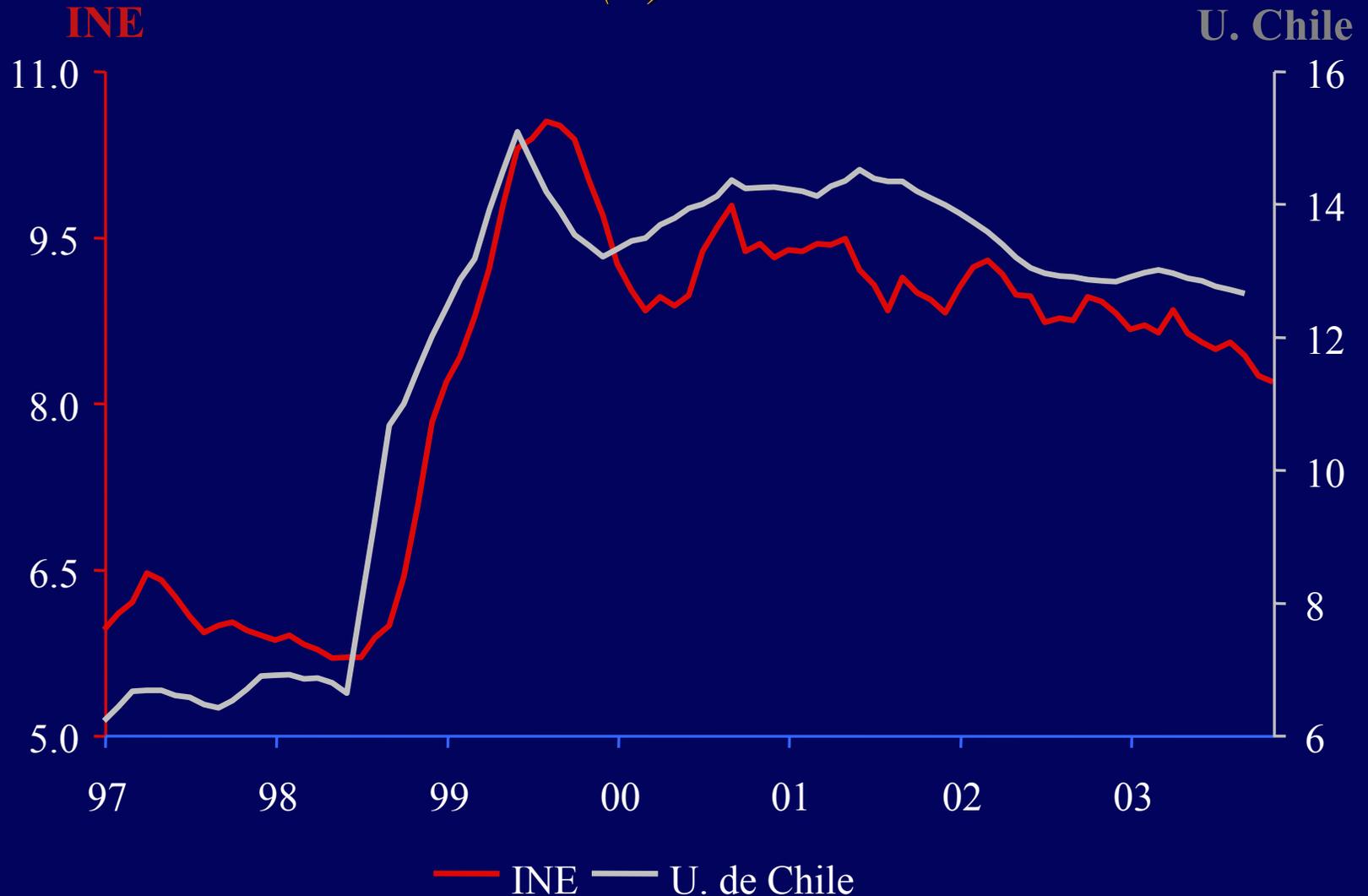
(Automóviles: unidades. Durables: índice promedio 2002=100)



Actividad

- El mercado laboral continúa recuperándose con un mayor dinamismo del empleo y una caída en la tasa de desocupación, la que en sep-nov 2003 alcanzó su nivel más bajo de los últimos años.
 - A diferencia del 2002 y comienzos del 2003, el aumento del empleo se concentra ahora en los sectores primarios y grupo de asalariados.

Tasa de Desempleo (%)



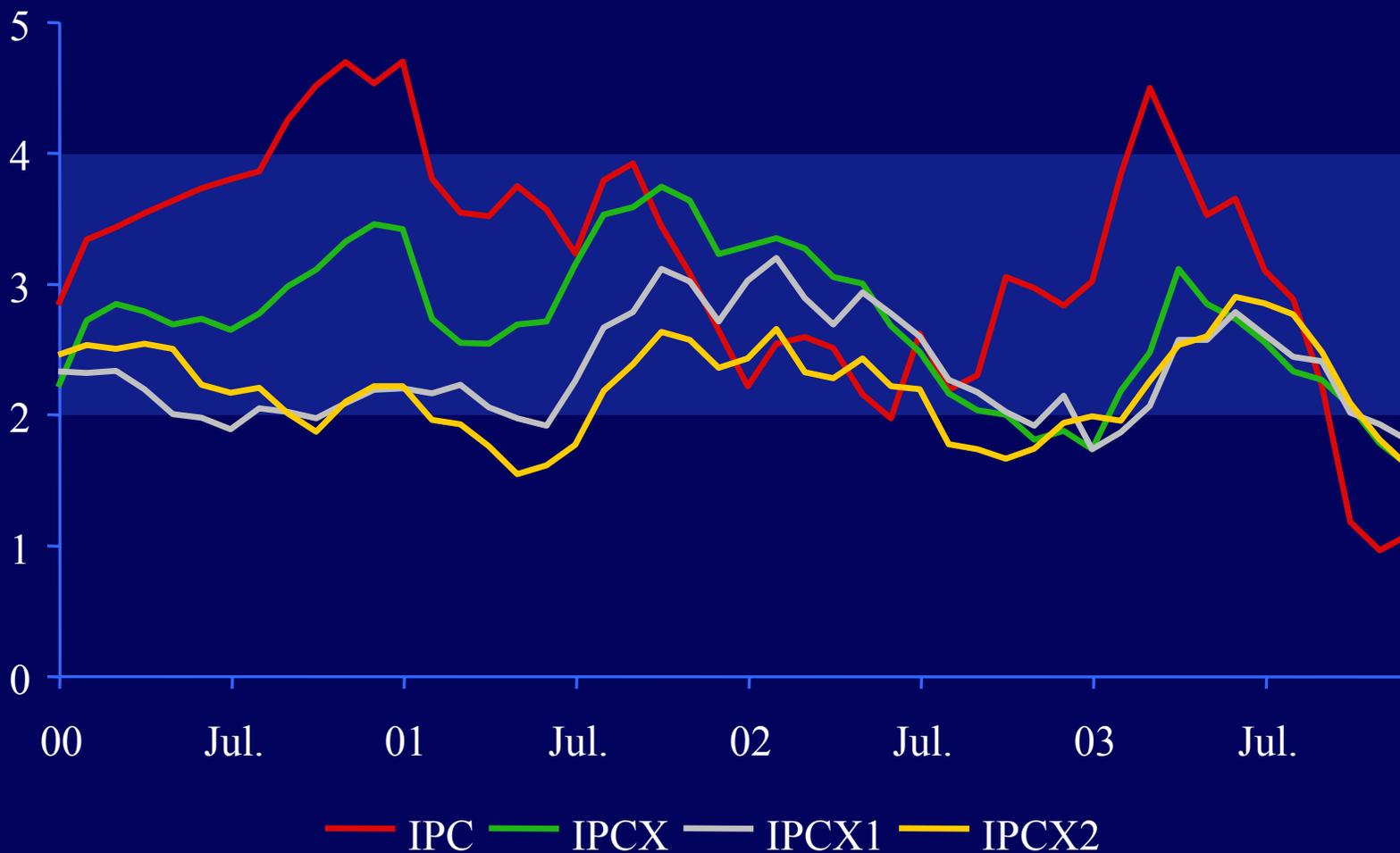
PRECIOS Y COSTOS

Precios y Costos

- En cuanto a inflación, ésta se ha reducido fuertemente en los últimos meses, terminando el 2003 en sólo un 1,1% anual (versus el 3% que se estimaba en el Informe de septiembre).
- Una combinación de factores, inesperados al momento de hacer las proyecciones, llevaron a este resultado:
 - La pronunciada apreciación del peso;
 - Ganancias de eficiencia y mayor competencia en la distribución (caída en precios de no perecibles);
 - Caída en precios de combustibles;
 - Indización y otros.

Inflación

(variación en 12 meses, %)



Diferencia entre Inflación Proyectada y Efectiva

(a diciembre 2003, ptos. porcentuales)

Tipo de Cambio	0,8
Mayor Competencia	0,6
Combustibles (US\$)	0,2
Indización y otros	0,3
TOTAL	1,9

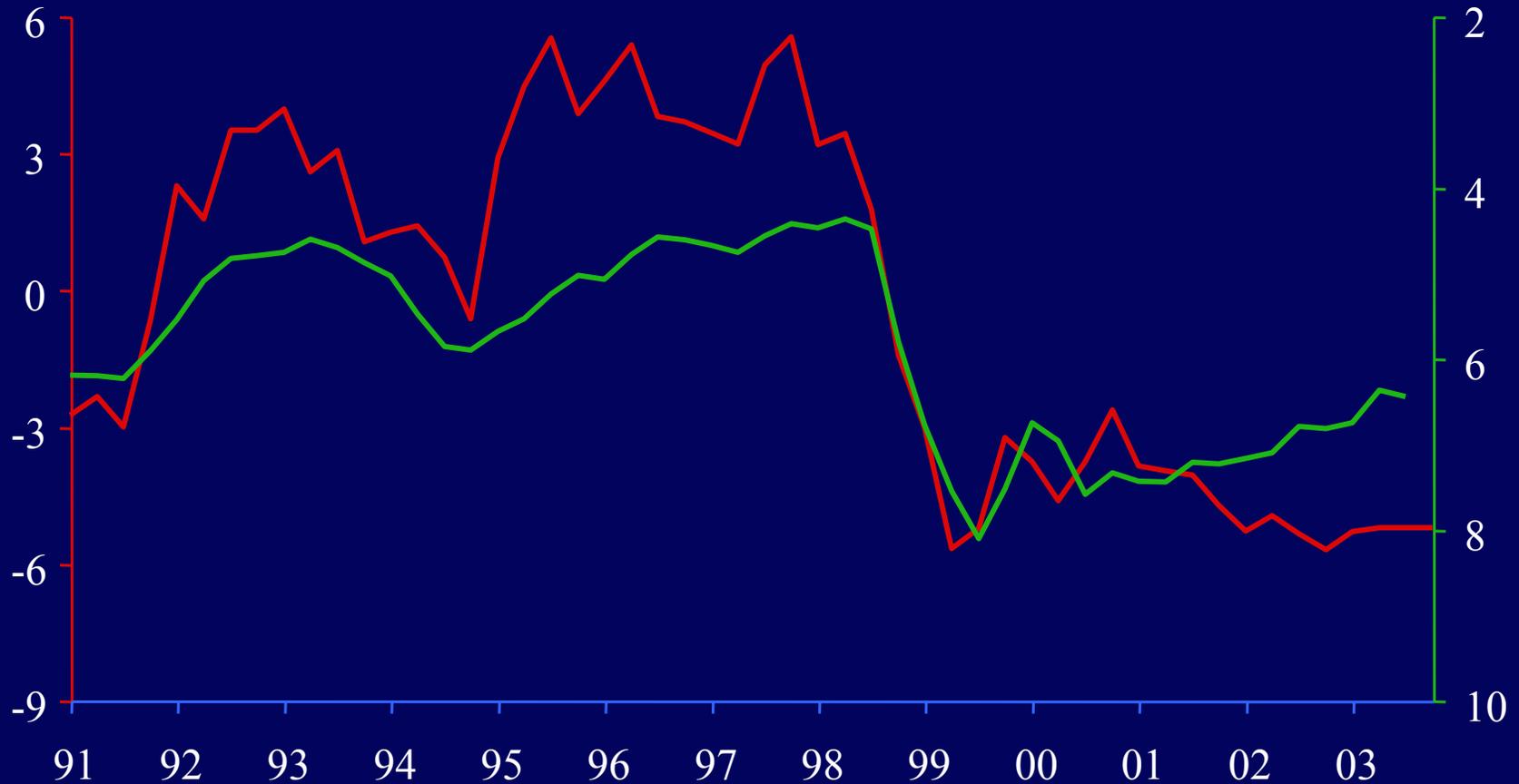
Precios y Costos

- La evolución de los salarios y de la productividad media del trabajo ha configurado un cuadro de menores presiones de costos laborales unitarios.
- Las brechas de producto y empleo se han mantenido sin cambios de consideración.
- En algunas mediciones las expectativas privadas de inflación están bajo el 2%.

Brechas de Producto y Empleo (%)

Brecha PIB

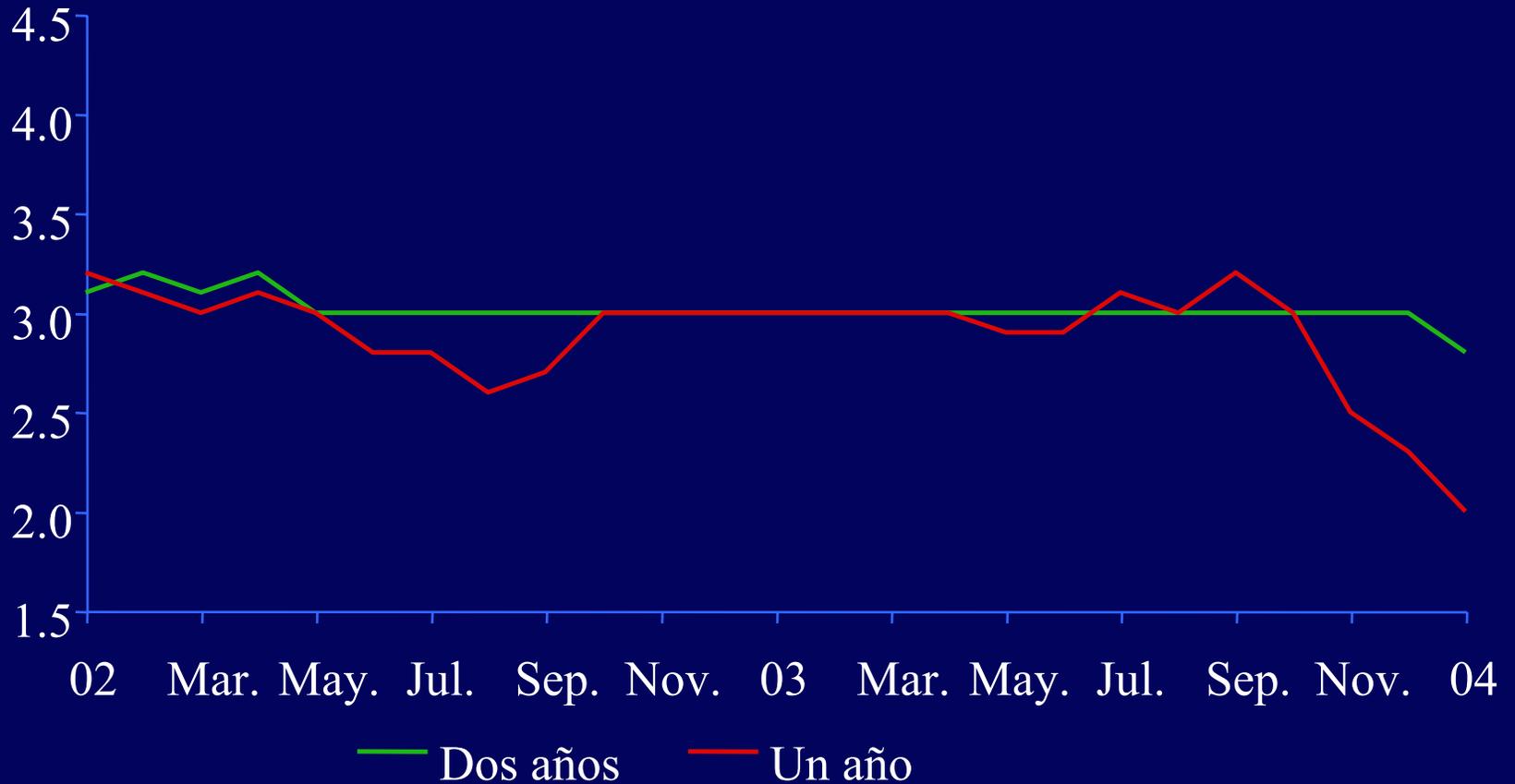
Desempleo Primario



— Brecha PIB — Desempleo Primario

Inflación Esperada a 1 y 2 Años

(%, hechas en el mes indicado)



Fuente: Encuesta de Expectativas del Banco Central.

III. Perspectivas de Actividad e Inflación

Perspectivas Económicas

- Las noticias recientes no sólo afectan los últimos registros de inflación, sino que tendrán efectos más persistentes.
- Se estima que en el primer semestre del 2004 la inflación del IPC en 12 meses continuará por debajo del rango meta.
 - Incluso mostrará cifras negativas hacia fines del primer trimestre y comienzos del segundo (debido a noticias recientes más efecto base de comparación).

Perspectivas Económicas

- La evolución de la inflación en el corto plazo está determinada principalmente por factores de costos y expectativas.
 - En el mediano y largo plazo la inflación está determinada fundamentalmente por el crecimiento del dinero.
- Con una inflación en el corto plazo bajo la meta y amplias brechas de capacidad y empleo, el BCCH ha seguido una política monetaria expansiva.

Perspectivas Económicas

- El mejor escenario externo y las mejores expectativas internas, sumado a la política monetaria expansiva, resultarían en un crecimiento entre 4,5% y 5,5% el 2004.
- En el escenario en que la actividad crezca en el rango planteado, la inflación del IPC (diciembre-diciembre) alcanzaría 2,0% este año y 3,0% el próximo.

Proyecciones de Inflación

(% variación anual)

	2001	2002	2003	2004(f)	2005(f)
Inflación IPC promedio	3.6	2.5	2.8	0.7	2.7
Inflación IPC diciembre	2.6	2.8	1.1	2.0	3.0
Inflación IPCX promedio	3.1	2.6	2.3	1.5	3.2
Inflación IPCX diciembre	3.2	1.8	1.6	2.7	3.2

(f) Proyección

Proyección de Actividad

(% variación real anual)

	2001	2002(p)	2003(e)	2004(f)
PIB	3.1	2.1	3.2	4.5 - 5.5
Ingreso nacional	1.8	3.1	3.3	6.6
Demanda interna	2.1	1.9	3.3	7.1
Exportaciones de bienes y servicios	6.1	1.3	6.8	8.1
Importaciones de bienes y servicios	3.2	0.5	7.4	14.6
Cuenta corriente (% del PIB)	-1.7	-0.8	-0.5	-0.4

(p) Preliminar

(f) Proyección

(e) Estimado

IV. Escenarios de Riesgo

Escenarios de Riesgo

- En el frente externo, los principales riesgos se refieren a:
 - El ajuste que pudiera experimentar el dólar y/o las tasas de interés internacionales frente a los déficit de EE.UU.;
 - Los efectos de estos ajustes (especialmente las tasas de interés) sobre algunas economías de la región;
 - Atentados terroristas;
 - Tendencia a subestimar el crecimiento en períodos de recuperación económica.

Escenarios de Riesgo

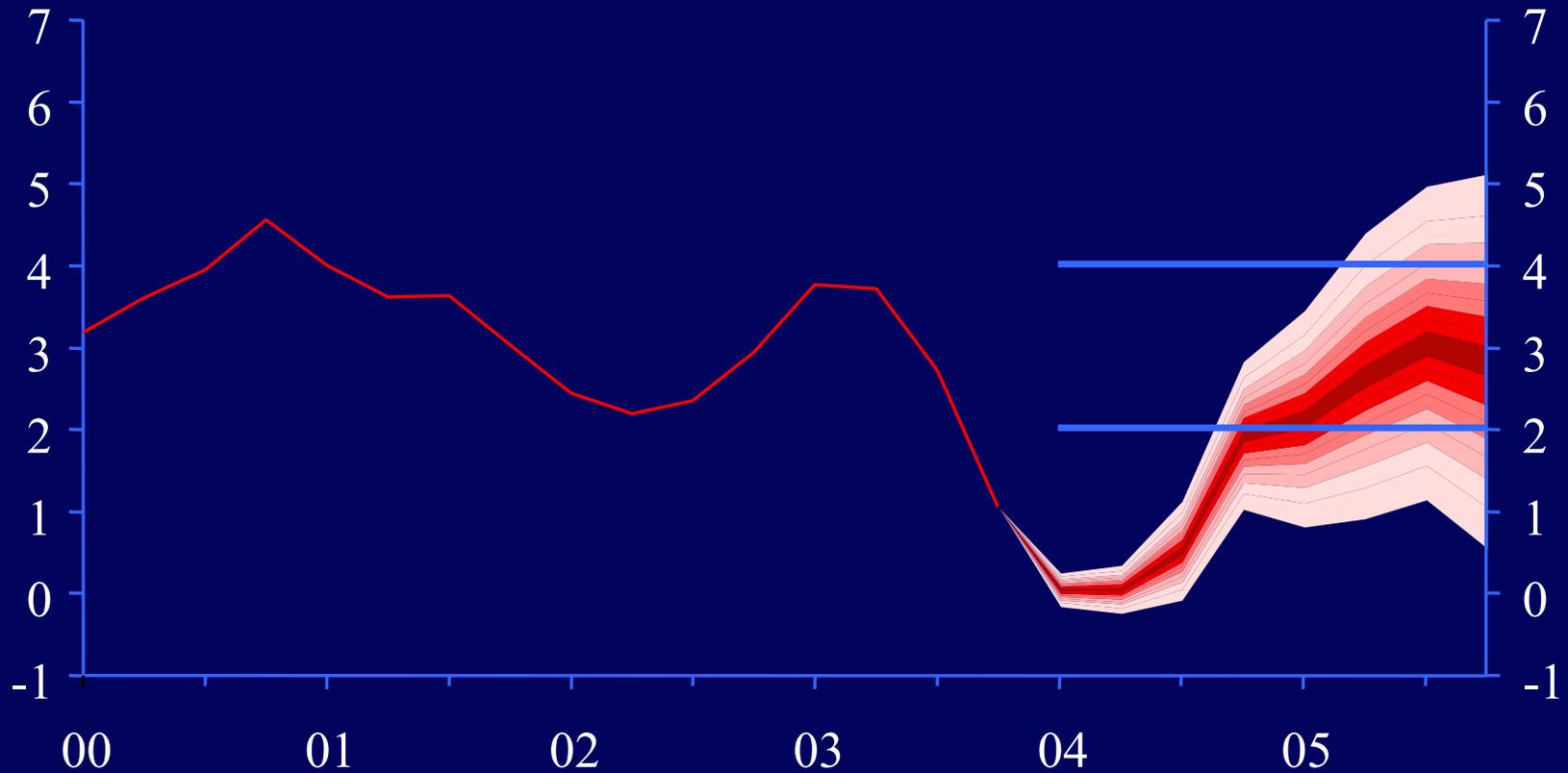
- En el frente interno, los principales riesgos se refieren a:
 - Un crecimiento incierto de la demanda puede llevar a un cierre de brechas distinto de lo esperado;
 - Un crecimiento de los salarios nominales no acorde con las menores tasas de inflación observadas podría generar mayores presiones inflacionarias;

Escenarios de Riesgo

- Por otra parte, una desviación de las expectativas privadas respecto de la meta de inflación establecida por el BCCH puede llevar a que las decisiones de precios y salarios sean incoherentes con la meta de 3%.
- El Consejo considera que el balance de riesgos para la inflación y el crecimiento está equilibrado.

Proyección de Inflación

(variación % respecto igual trimestre año anterior)



V. Resumen y Conclusiones

Resumen y Conclusiones

- En los últimos meses se produjo una significativa e inesperada baja de la inflación.
- Esto por una serie de shocks de oferta cuyos efectos, aunque transitorios, se estima se prolongarán hasta fines del horizonte de proyección.
 - Incluso con un crecimiento entre 4,5% y 5,5%, mayor al proyectado en el informe anterior, existía un alto riesgo que la inflación se mantuviera bajo 3% en el horizonte de política.

Resumen y Conclusiones

- Con el objetivo de reorientar la inflación al 3% en un horizonte de 24 meses y fortalecer el uso de este valor en las decisiones futuras de precios, el Consejo del Banco Central decidió en su última reunión de política monetaria reducir la TPM a 1,75%.
- Con esto el Banco ha reafirmado que considera 3% como un objetivo inflacionario adecuado para nuestro país.

Resumen y Conclusiones

- Todo parece indicar que este será un buen año, con mayor crecimiento y baja inflación.
- La brecha de capacidad debería continuar estrechándose el 2005.
- Mientras la inflación (diciembre-diciembre) se proyecta en 2,0% para el 2004 y en 3% para el 2005.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

ENERO 2004



BANCO CENTRAL DE CHILE